

设立产业基金并购锂电企业, 完善产品链

投资要点

- **事件:** 公司12日发布公告, 拟与民生通海北京、民生通海投资有限公司共同设立民生通海—圣阳新能源产业并购基金, 同时拟通过该产业并购投资基金对实联长宜淮安科技有限公司、实联长宜(盐城)科技有限公司进行投资。投资金额合计人民币8.5亿元, 股权转让及增资完成后产业基金最终取得实联淮安、实联盐城各57.2%的股权。标的公司17-20年业绩承诺分别为1.6亿元、2亿元、3亿元、3.8亿元, 对应投后估值分别为9.3倍、7.5倍、5倍、3.9倍。
- **间接并购规避风险, 未来随时“收入囊中”:** 由于标的公司尚处于创业初期, 且尚未列入《符合<汽车动力蓄电池行业规范条件>企业目录》, 尚处于亏损状态, 未来经营存在较大不确定性风险。为避免在短期内对上市公司的业绩产生较大影响, 公司通过产业并购基金间接投资实联长宜两家公司, 规避风险。并且宋斌等九名一致行动人承诺将待标的公司具备持续经营能力并能够产生稳定利润后, 在圣阳股份提出收购上述股权的诉求时, 以公允和合法的方式将该部分股权转让给圣阳股份。
- **业务协同, 完善公司产品链:** 公司过去主要以铅酸电池、铅炭电池为主导产品, 在锂电池方面略有欠缺, 两家标的公司锂电技术完善, 拥有磷酸锂电池生产与组装、电机、电控的三电总成技术, 并与厦门金龙、郑州少林、南京依维柯等下游多家电动汽车厂达成策略联盟。此次并购将完善公司的产品链, 推动公司在锂电产品、产能、渠道等方面的布局, 保持并提升公司整体的竞争优势。
- **资金注入, 标的公司业绩反转在即:** 虽然两家标的公司目前均属于亏损状态, 但我们认为此次投资完成后, 标的公司业绩将得到大幅提升, 理由有三: (1) 锂电行业整体向上趋势确定; (2) 标的资金紧张的局面将得到有效缓解; (3) 民营资本注入加大入“目录”可能性。
- **盈利预测与投资建议。** 因此次通过产业基金并购标的公司不并表, 我们暂时维持此前对公司的盈利预测。预计公司2016-2018年EPS分别为0.33元、0.47元、0.72元, 对应PE分别为55倍、38倍和25倍。公司手握先进的FCP铅炭电池技术, 在储能领域将飞速发展, 同时通过外延并购快速推进锂电池市场, 我们看好公司未来发展前景, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 投资标的业绩不及预期、储能调峰补贴不能按时发放等风险。

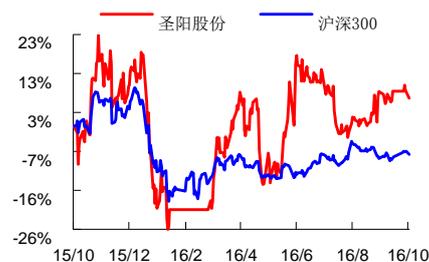
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1379.76	2430.91	2922.33	3629.15
增长率	10.72%	76.18%	20.22%	24.19%
归属母公司净利润(百万元)	32.90	73.03	104.90	158.90
增长率	69.65%	121.97%	43.63%	51.48%
每股收益EPS(元)	0.15	0.33	0.47	0.72
净资产收益率ROE	2.91%	6.18%	8.43%	11.86%
PE	120	55	38	25
PB	3.16	3.02	2.88	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn
联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.21
流通A股(亿股)	1.69
52周内股价区间(元)	12.47-20.88
总市值(亿元)	39.96
总资产(亿元)	19.48
每股净资产(元)	5.17

相关研究

1. 圣阳股份(002580): 铅炭技术优势凸显, 三驾马车并驾齐驱 (2016-06-14)

公司拟与民生通海北京、民生通海投资有限公司共同设立民生通海—圣阳新能源产业并购基金，其中，圣阳股份出资 1 亿元，出资比例占比 10%。产业基金投资领域为新能源产业投资、储能领域投资及相关咨询服务。

表 1：产业并购基金合伙人出资情况

合伙人名称	类别	认缴出资额 (万元)	出资比例
民生通海北京	普通合伙人、基金管理人	500	0.5%
圣阳股份	有限合伙人	10000	10%
民生通海	有限合伙人	9500	9.5%
其他合格投资者	有限合伙人	80000	80%
合计		1000,000	100%

数据来源：公司公告，西南证券

拟成立的产业基金拟投资实联长宜淮安科技有限公司及实联长宜(盐城)科技有限公司。两家标的公司锂电技术完善，拥有磷酸锂电池生产与组装、电机、电控的三电总成技术，并与厦门金龙、郑州少林、南京依维柯等下游多家电动汽车厂达成策略联盟，涵盖了大、中、小型共 23 个车系。

两家标的公司目前均属于亏损状态，主要是由于 **(1) 行业因素**：今年以来国家整顿新能源汽车行业，导致国家及地方的相关补贴政策变动及推迟；**(2) 公司因素**：标的公司仍处于创业初期，业务尚未完全定型，受资金短缺等原因尚未列入《符合<汽车动力蓄电池行业规范条件>企业目录》。

但我们认为此次投资完成后，标的公司业绩将得到大幅提升，理由有三：**(1) 锂电行业整体向上趋势确定**：虽然今年以来国家“重拳整治”新能源汽车的“骗补”行为，补贴政策退坡，但今年 1-9 月我国新能源汽车销量仍达到了 28.9 万辆，同比增长 110.9%。我们认为新能源汽车行业爆发性可持续性较强，从而将拉动上游锂电池需求的持续增长；**(2) 标的资金紧张的局面将得到有效缓解**：标的公司在日常运营及扩产能等方面均受制于资金短缺，若此次投资完成，标的公司将获得 8.5 亿元资金注入，资金紧张的局面将得到有效缓解，有利于公司健康发展及扩产抢占市场；**(3) 民营资本注入加大入“目录”可能性**：实联淮安正在申报第五批《符合<汽车动力蓄电池行业规范条件>企业目录》，标的公司之前为台资背景，而此次投资完成后，标的公司将转为民营控股公司，或加大入“目录”可能性。

表 2：标的公司情况一览表

标的公司	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	2016 年 1-7 月营收 (亿元)	2016 年 1-7 月净利 (亿元)	产能 (亿 Ah)
实联长宜淮安科技有限公司	9.6	2.0	2.06	-0.33	1.2
实联长宜(盐城)科技有限公司	2.93	1.93	0.75	-0.22	0.3

数据来源：公司公告，西南证券

并购基金拟通过股权转让方式受让标的公司价值 2 亿元的股权并向其增资 6.5 亿元，投资金额合计人民币 8.5 亿元，股权转让及增资完成后产业基金最终取得实联淮安、实联盐城各 57.24% 的股权。标的公司承诺 17-20 年净利润分别不低于人民币 1.6 亿元、2 亿元、3 亿元、3.8 亿元，则 17-20 年对应 PE 分别为 9.3 倍、7.5 倍、5.0 倍、3.9 倍，估值远低于目前 A 股锂离子电池企业平均 62 倍的估值。

表 3：标的公司业绩承诺及对应 PE

时间	2017	2018	2019	2020
承诺净利润 (亿元)	1.6	2	3	3.8
对应 PE	9.3	7.5	5.0	3.9

数据来源：公司公告，西南证券

风险提示

投资标的业绩不及预期、储能调峰补贴不能按时发放等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1379.76	2430.91	2922.33	3629.15	净利润	32.90	73.03	104.90	158.90
营业成本	1105.32	1909.35	2281.04	2811.09	折旧与摊销	43.93	55.68	55.68	55.68
营业税金及附加	7.74	4.86	8.47	21.05	财务费用	12.19	235.10	234.26	239.22
销售费用	113.41	133.70	166.57	212.31	资产减值损失	18.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.11	89.94	131.50	181.46	经营营运资本变动	-800.05	957.36	-207.46	-58.28
财务费用	12.19	235.10	234.26	239.22	其他	732.59	-119.53	-335.51	-27.27
资产减值损失	18.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	40.41	1201.65	-148.13	368.25
投资收益	5.50	0.00	0.00	0.00	资本支出	15.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-173.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-157.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.63	57.95	100.48	164.03	短期借款	5.52	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.82	25.00	18.00	16.00	长期借款	-49.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.45	82.95	118.48	180.03	股权融资	286.80	-2.27	0.00	0.00
所得税	4.55	9.92	13.58	21.14	支付股利	-11.62	-19.71	-43.76	-62.85
净利润	32.90	73.03	104.90	158.90	其他	-54.24	-334.58	-234.26	-239.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	176.98	-386.56	-278.02	-302.08
归属母公司股东净利润	32.90	73.03	104.90	158.90	现金流量净额	62.40	815.09	-426.15	66.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	282.61	1097.71	671.56	737.73	成长能力				
应收和预付款项	660.24	296.35	872.06	969.35	销售收入增长率	10.72%	76.18%	20.22%	24.19%
存货	194.55	324.29	364.67	477.58	营业利润增长率	164.11%	126.07%	73.38%	63.25%
其他流动资产	125.50	24.31	37.99	58.07	净利润增长率	69.65%	121.97%	43.63%	51.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.08%	326.53%	11.95%	17.55%
投资性房地产	8.81	8.81	8.81	8.81	获利能力				
固定资产和在建工程	440.83	392.90	344.98	297.05	毛利率	19.89%	21.46%	21.94%	22.54%
无形资产和开发支出	65.03	57.28	49.53	41.77	三费率	16.50%	18.87%	18.22%	17.44%
其他非流动资产	27.32	27.32	27.32	27.32	净利率	2.38%	3.00%	3.59%	4.38%
资产总计	1804.90	2228.98	2376.91	2617.70	ROE	2.91%	6.18%	8.43%	11.86%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.82%	3.28%	4.41%	6.07%
应付和预收款项	336.41	663.85	781.91	945.77	ROIC	2.88%	31.43%	42.64%	35.12%
长期借款	134.95	134.95	134.95	134.95	EBITDA/销售收入	5.93%	14.35%	13.36%	12.56%
其他负债	171.96	247.53	216.27	197.15	营运能力				
负债合计	673.32	1046.33	1133.13	1277.87	总资产周转率	0.81	1.21	1.27	1.45
股本	223.28	221.01	221.01	221.01	固定资产周转率	3.12	6.07	8.28	11.91
资本公积	664.68	664.68	664.68	664.68	应收账款周转率	1.59	2.43	3.41	3.76
留存收益	243.64	296.96	358.10	454.14	存货周转率	4.97	7.34	6.62	6.67
归属母公司股东权益	1131.58	1182.65	1243.79	1339.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1131.58	1182.65	1243.79	1339.83	资产负债率	37.31%	46.94%	47.67%	48.82%
负债和股东权益合计	1804.90	2228.98	2376.91	2617.70	带息债务/总负债	24.50%	12.90%	11.91%	10.56%
					流动比率	2.62	2.04	2.07	2.06
					速动比率	2.22	1.66	1.68	1.62
					股利支付率	35.32%	26.99%	41.72%	39.56%
					每股指标				
					每股收益	0.15	0.33	0.47	0.72
					每股净资产	5.12	5.35	5.63	6.06
					每股经营现金	0.18	5.44	-0.67	1.67
					每股股利	0.05	0.09	0.20	0.28
业绩和估值指标									
EBITDA	81.76	348.74	390.41	458.93					
PE	120	55	38	25					
PB	3.53	3.38	3.21	2.98					
PS	2.89	1.64	1.37	1.11					
EV/EBITDA	43.31	7.34	7.65	6.36					
股息率	0.32%	0.55%	1.22%	1.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn